

Discussion Paper, Series B, No.2019-172

ファミリー企業の経営者交代に対する市場の反応

柳田具孝

2019 年 5 月

北海道大学大学院経済学研究院

060-0809 札幌市北区北 9 条西 7 丁目

# ファミリー企業の経営者交代に対する市場の反応

北海道大学大学院経済学院博士後期課程 柳田具孝

## 1. はじめに

ファミリー企業<sup>1</sup>の経営が注目を浴びている。かつて Chandler(1977,p.17)は近代企業において家族の支配する企業が次第に専門の職業訓練経営者にとって代わる点を指摘していた。しかしファミリー企業は現代において中小企業だけでなく大企業においても大きな比率を占め（後藤.2012,pp.4-5.）、ファミリー企業は非ファミリー企業より高い業績を上げている（齋藤.2008,p.161）。ファミリー企業の利点として株主の多くがファミリー企業の一員であるため配当や買収といったプレッシャーが少なく、長期的な視点からの投資が活発となる点が挙げられる。

その反面、コーポレート・ガバナンスの観点からは同族傾向の弱まりが歓迎されている。平成 26 年の会社法改正において社外取締役の要件に「取締役・執行役・支配人その他の重要な使用人・大株主の配偶者・2 親等内の親族でないこと」が追加された（会社法 2 条 15 号）。これは立法者が同族性を社外取締役の独立性を害する要因と捉えている証左である。また平成 17 年会社法制定では取締役と共同で財務諸表を作成する会計参与制度が導入された（会社法 333 条 1 項）。これはファミリー企業が大部分を占める中小法人は会計士監査が予定されておらず、財務諸表の信頼性に疑義があることに対処するためである。さらに法人税法においても同族企業は少数株主のお手盛りによる取引や経理が行われやすく結果として税負担が減少することが少なくないため、①同族会社の特別税率に関する定め（法人税法 67 条）、②同族会社の行為・計算の否認を認める規定（法人税法 132 条）が用意されている（金子.2019,p.528）。

同族すなわち創業者一族を支配株主と捉えた場合、Friedman et al.(2003,pp1-2.)が指摘するように、創業者一族がグループ会社を用いて価値移転することで少数株主から利益を吸い上げるトンネリングを行う可能性がある<sup>2</sup>。投資家保護の弱い国々では企業家がしばしばトンネリングを行う証拠が得られている。投資家保護が弱ければ株主は経営者を有効にモニタリングできない可能性が示唆される。

本研究は同友館発行『ファミリービジネス白書 2015 年版』に掲載されたファミリー企業（上場企業）において経営者交代が発生した 173 事例を対象とし、経営者交代の態様に着目し市場の反応を観察する。本研究の検証過程では有価証券報告書を参照すると役員間における 2 親等以内の関係が注記されるにとどまり、大株主状況は上位 10 位までしか開示されないといった資料収集上の困難が立ち上がる。このように役員や株主の親族関係に関する情報は極めて乏しいことから、親族関係を特定した貴重

な情報を有する同書を用いた本研究は有意義である<sup>3</sup>。

本研究では旧経営者と新経営者の同族性に着目し、親族・非親族に分類した上で分析を行っている（図表 1）。具体的にはファミリー企業の経営者交代の態様を親族→親族、親族→非親族、非親族→親族、非親族→非親族<sup>4</sup>と四つに分類し、新聞報道日をイベント日とするイベント・スタディを用いて市場の反応を分析する。結果として親族→親族の経営者交代は市場から失望される一方、親族→非親族の場合には歓迎されることが明らかとなった。これは一族支配を脱する経営姿勢に市場が好感したためと考えられる。

図表 1 ファミリー企業における経営者交代の 4 分類

		新経営者	
		親族	非親族
旧経営者	親族	<b>一族承継</b> ex ダイドードリンコ(株) 高松富博氏から高松富也氏	<b>外部招聘</b> ex (株)エノモト 榎本正昭氏から竹内延公氏
	非親族	<b>王政復古</b> ex (株)桜井製作所 脇本憲一氏から櫻井成二氏	<b>立身出世</b> ex (株)天満屋ストア 橋本和雄氏から野口重明氏

## 2. 研究の背景

そもそも株式所有が分散した上場企業は営利法人であり、株主利益の最大化がその経営目標たるべきである。しかし上場会社の経営を株主（プリンシパル）から委ねられた経営者（エージェント）は、情報優位であるため株主によるコントロールを脱して株主の利益最大化以外の目標を追求する可能性があり、エージェンシー問題と言われる。

また経営者は怠惰によって株主に不利益をもたらす行動を取る場合もある。安定を求める経営者は相対的にリスクの小さい投資プロジェクトに傾注するかもしれない。このような株主と経営者の契約関係を見直すため会計情報が利用される。株主は経営者と利害が著しくかけ離れてしまえば報酬カットにより対抗が可能である。報酬カットよりさらに厳しいペナルティーが必要とされる場合、経営者交代が起こる（乙政,2004,p.1）。企業業績と経営者交代の関係によって日本企業のガバナンスが有効に機能しているか理論上は確認できる。

近年、役員をめぐるガバナンス強化の流れが顕著である。平成 26 年の会社法改正では社外取締役の要件について親族関係を付加すると共に上場企業において社外取締役を選任していない場合は「選任することが相当でない理由」を説明・開示することを求め、規制が強化された（会社法 327 条の 2）。この背景には「独立した社外取締役による監視は企業価値を向上させるため望ましい」という前提がある（田

中.2015,p.21)。引き続き平成 27 年に金融庁と東京証券取引所を共同事務局とする有識者会議が上場企業向けにコーポレート・ガバナンス・コードを策定し、東京証券取引所において規範化されている。

### 3. リサーチ・デザイン

#### 3-1. 分析モデル

平成 26 年の会社法改正、平成 27 年のコーポレート・ガバナンス・コードの策定などガバナンス強化の流れの中でファミリー企業における経営者交代は市場においてどのような評価を受けるか分析する。分析対象は『ファミリービジネス白書 2015 年版』に掲載されたファミリー企業（上場企業）において平成 26 年から平成 27 年にかけて経営者交代が発生した全 173 事例である。旧経営者から新経営者への経営者交代を親族→親族、親族→非親族、非親族→親族、非親族→非親族に分類する（図表 2）。

図表 2 分析対象企業一覧

親族→親族	親族→非親族	非親族→親族	非親族→非親族
サンヨー建設/ジェイテック/ダイドードリンコ/ウライ/シー・ヴィ・エス・ペイエリア/セリア/イフジ産業/マツモト・キヨシホールディングス/ミタチ産業/オンリー/クスリのアオキ/日創プロパティ/自重堂/スーパーバッグ/ステラケミナ/ゼリア新薬工業/セントラルスポーツ/有沢製作所/ヤマックス/元旦ビューティ工業/共和工業所/トレンダーズ/石井工作研究所/東京機械製作所/メルコホールディングス/テクノメディア/日本セラミック/遠藤照明/ドウシシャ/高速/マルヨシセンター/シーマ/トーカー/大塚家具/卓弥呼/ドミール/ハチバン/セキチュー/大庄	佐藤渡辺/大甲パワー/フォーサイド/CDG/シーエスロジック/ロック・フィールド/桃丸/アークランバサービス/シッパヘルスケアホールディングス/ツルハホールディングス/システムリサーチ/アルファクス・フード・システム/キッセイ薬品工業/リタベウェディング/ぼび/長谷川香料/エナリス/ユニオンツール/小森コーポレーション/メディアグローバルリンクス/イマジカコホットホールディングス/ダイヤミッド電機/ケル/エノモト/ダルトン/マルシェ/エスケイジャパン/シグマ光機/三浦印刷/興研/日本アイ・エス・ケイ/サンゲツ/三信電気/加賀電子/リンガーハット/はせがわ/ブルール丸光/岡三証券グループ/ウィルソン・ラウニング/ワールドワイド/マルキョウ/JKホールディングス/ベルク	メディネット/サンワカンパニー/アズマハウス/バイク王/カンパニー/ジェクシード/アルファクス・フード・システム/ケミプロ化成/ニッタ/アサヒホールディングス/和井田製作所/ホリカワミクロン/ホシザキ電機/大崎電気工業/大井電気/桜井製作所/タカタ/東海リース/ニデイ学館	サーラ住宅/長谷工コーポレーション/巴コーポレーション/ソルコム/ラスト・テック/カンロ/コア/メディネット/アルチ・ヒロシ・ホールディングス/ツヴァイ/北海道/コ・コーポレーション/イオン/ジフット/ウェルシアホールディングス/マックスバリュ九州/ハウスコム/クロスプラス/クリヤマホールディングス/戸田工業/タカギセイコー/プロトコーポレーション/武田薬品工業/栄研化学/アルプス技研/SDエンターテインメント/エル・シー・エーホールディングス/ハーバー研究所/エス・ディー・エスバイオテック/アース製薬/TONE/アマダホールディングス/岡本工作機械製作所/ナビス/富士実業/巴工業/森尾電機/日東工業/船井電機/ウシオ電機/双葉電機/日本シイエムケイ/松電電機/田中精密工業/タチエス/八千代工業/ダイヤ通商/ムラキ/イオン北海道/黒田電気/SCREENホールディングス/天馬/リントック/イトーキ/山善/ヤマエ/野ニッセンホールディングス/PALTAQ/イオンファイナンシャルサービス/丸三証券/丸三証券/第一商品/豊商事/京極運輸商事/フォーバル・リアルエステート/クロップス/福山コンサルタント/セコム/札幌臨床検査センター/ベネッセホールディングス/天満屋/ア/ベリテ/関西スーパーマーケット

特に注目するのは経営者交代における親族→親族、親族→非親族の事例である。前者は一族経営を固持する事例であるのに対し後者は一族経営を脱する事例であり、それぞれ異なったシグナリングを市場に発していると思われる。親族→親族 41 事例、親族→非親族 42 事例のうち株価データが揃ったそれぞれ 30 事例、17 事例を対象に経営者交代の新聞報道日をイベント日とする 3 ファクターモデル（以下、3FM と略称）を用いたイベント・スタディを実施した。株価情報については Yahoo!ファイナンスを利用し

ている。

イベント発生による超過収益率 AR (Abnormal Return) を求めるために、イベントが発生しなかったと仮定した場合の株価の予測値である期待収益率を求める。期待収益率と実際に観察された株価の収益率との差から AR を算出するが、その際にマーケットモデルの推計を行う。まずマーケットモデルの構成要素となる各銘柄の対前日比収益率  $R_{it}$  およびマーケット・インデックスの対前日比収益率  $R_{mt}$  を算出する。なお、 $P_{it}$  は第  $t$  日における  $i$  銘柄の終値であり、 $P_{mt}$  は第  $t$  日におけるマーケット・インデックスの調整後終値である。

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{mt-1}}{P_{mt-1}}$$

各銘柄のマーケットモデルはマーケット・インデックスによって推計できるとすると、 $R_{it}$  と  $R_{mt}$  の間には次の線形関係が成立する<sup>5</sup>。ここでは新聞報道日の 240 営業日前から 11 営業日前までのデータを推計期間 (Estimation Window) として設定し、当該期間を  $-240 \leq t \leq -11$  と表記する。

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + b_i(R_{mt} - R_{ft}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + e_{it}$$

3FM の特徴として①CAPM 理論を踏まえてリスクフリーレート  $R_{ft}$  を考慮する点、②小型株と大型株それぞれによって構成されるポートフォリオの収益率の差を考慮した時価総額規模  $SMB_t$  と③高簿価時価比率株と低簿価時価比率株それぞれによって構成されるポートフォリオの収益率の差を考慮した簿価時価総額比率  $HML_t$  を説明変数として投入する点が挙げられる。3FM はマルチファクターモデルの一つでありシングルファクターモデルに比し、厳密に  $R_{it}$  を推計できる<sup>6</sup>。

個別の各銘柄  $i$  に関する  $t$  日周辺における AR を求めるために、推計期間内の  $R_{it} - R_{ft}$ 、 $R_{mt} - R_{ft}$ 、 $SMB_t$ 、 $HML_t$  のそれぞれの変量を投入し、 $a_i$ 、 $b_i$ 、 $s_i$ 、 $h_i$  を事例別に求め、 $\hat{a}_i$ 、 $\hat{b}_i$ 、 $\hat{s}_i$ 、 $\hat{h}_i$  とする。これらの係数を用いて以下の式により各事例毎の AR を算出する。

$$AR_{it} = R_{it} - R_{ft} + \hat{a}_i - \hat{b}_i(R_{mt} - R_{ft}) - \hat{s}_iSMB_t - \hat{h}_iHML_t$$

AR が有意に「異常な」収益率であるか否かを判定するために、超過収益率を標準化した SAR (Standardized AR) を求める。なお標準化に用いる  $\hat{\sigma}_i$  は推計期間における誤差項の標準偏差としてこのように定義される。

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\hat{\sigma}_i} \quad \hat{\sigma}_i = \sqrt{\frac{\sum_{t=-240}^{-11} AR_{it}^2}{230-2}}$$

イベント・スタディにおいてはイベントの株価への影響を 1 日ごとに観察するのみならず、数日の累積値によって観察することが慣例となっているので累積異常収益率 (CAR、Cumulative AR) を  $CAR_{i(t1,t2)}$  として求める。

$$CAR_{i(t1,t2)} = \sum_{t=t1}^{t2} AR_{it}$$

$CAR_i$ を推計期間の $\hat{\sigma}_i$ で標準化した値として $SCAR_{i(t1,t2)}$ を求め、 $CAR$  も同様にこれを $SCAR_i$ と表現する。

$$SCAR_{i(t1,t2)} = \frac{CAR_{i(t1,t2)}}{\hat{\sigma}_i}$$

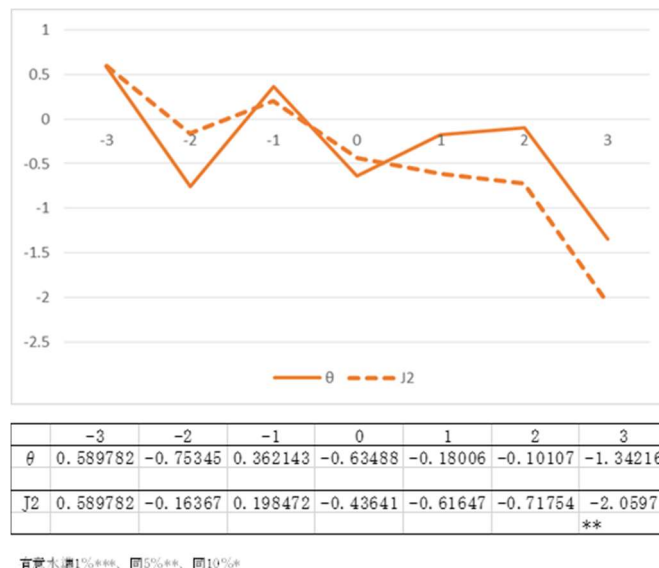
SAR の検定統計量  $\theta$ 、SCAR の検定統計量  $J2$  を求める<sup>7</sup>。 $\theta$  と  $J2$  は漸近的に標準正規分布に従うため、イベントが起こらなかった場合の超過収益率と異なるかどうかの検定が可能になる。 $L$  は推計期間を表し、本研究では  $L=230$  日としている。また  $N$  は分析対象となった経営者交代事例数である。親族→親族は 17 事例、親族→非親族は 30 事例である。

$$\theta = \sqrt{\frac{N \cdot (L - 4)}{(L - 2)}} \cdot \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAR_{it} \sim N(0,1) \quad J2 = \sqrt{\frac{N \cdot (L - 4)}{(L - 2)}} \cdot \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SCAR_{it} \sim N(0,1)$$

### 3-2. 分析結果と解釈

親族→親族の分析結果を図表 3 に示す。 $\theta$  では有意な反応は見られないが、 $J2$  では新聞報道 3 日後にネガティブな反応を 5%の有意水準で示している。

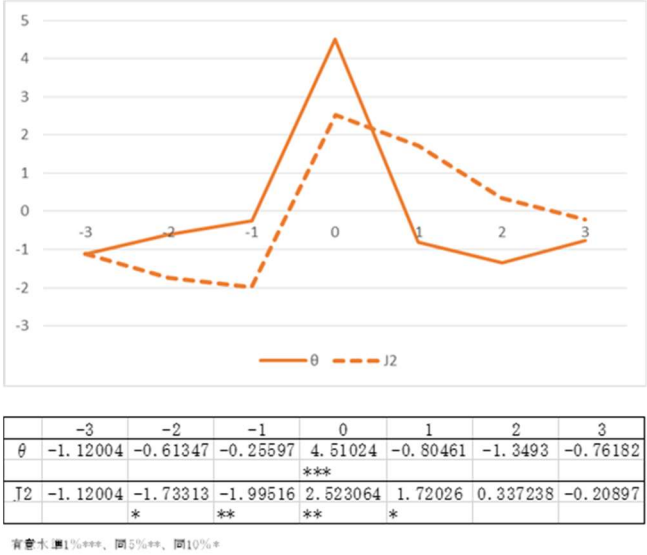
図表 3 親族→親族の  $\theta$ 、 $J2$  の推移



親族→非親族の分析結果を図表 4 に示す。 $\theta$  及び  $J2$  において新聞報道後 1 日以内にポジティブな反応を 5%～1%の有意水準で示している。親族から親族への経営者交代は投資家から失望されるのに対し、親族から非親族への経営者交代は投資家から歓迎される<sup>8</sup>。これは一族経営を脱する姿勢がガバナンスの改善と捉えられ、好感したと考えられる。このようにファミリー企業において経営者交代の態様が企業価値（株価）に大

きな影響を及ぼしている。

図表 4 親族→非親族の  $\theta$ 、J2 の推移



3-3. 3FM の当てはまりについて

本稿では経営者交代の公表日周辺における異常収益を当該公表日前の株価推移から予想するイベント・スタディを採用して投資家の反応を観察した。イベント・スタディは異常収益の統計的有意性を検証する手法であるが、原初的なイベント・スタディとしてCAPM理論に基づくBrown and Warner(1985)が示すシングル・ファクター・モデル（以下、SFM と略称）が挙げられる。分析対象であるファミリー企業における経営者交代について、SFM・3FM のそれぞれ採用するモデルによって当てはまりにいくらかの程度の差異が観察されるかを図表 5 で示す。

図表 5 分析モデルによる当てはまりの違い

親族→親族	SFM	3FM	結果	親族→非親族	SFM	3FM	結果
ジェイテック	0.168568	0.271036	○	佐藤渡辺	0.143219	0.288556	○
ダイドードリンコ	0.321932	0.427559	○	六甲バター	0.276505	0.282029	○
シー・ヴィ・エス・ペイエリア	0.037594	0.058961	○	フォーサイド	0.029431	0.124398	○
セリア	0.095931	-0.00893	×	CDG	0.0295	0.042621	○
マツモトキヨシホールディングス	0.232265	0.304891	○	ロック・フィールド	0.352238	0.44195	○
ミタチ産業	0.164786	0.191379	○	銚子丸	0.058469	0.161573	○
ステラケミファ	0.281254	0.367327	○	アークランドサービス	0.081769	0.078142	×
ステラケミファ	0.143857	0.262312	○	シップヘルスケアホールディングス	0.306053	0.350324	○
セントラルスポーツ	0.36271	0.508588	○	ツルハホールディングス	0.225824	0.280854	○
有沢製作所	0.352434	0.419041	○	キッセイ薬品工業	0.483045	0.49029	○
トレンダーズ	0.174543	0.238419	○	ワタベウェディング	0.183127	0.290952	○
東京機械製作所	0.293373	0.452661	○	長谷川香料	0.474795	0.503739	○
メルコホールディングス	0.22561	0.249321	○	エナリス	0.101607	0.155198	○
遠藤照明	0.027693	0.056183	○	ユニオンツール	0.387956	0.456406	○
高速	0.226801	0.277731	○	小森コーポレーション	0.318148	0.343248	○
大塚家具	0.077902	0.079085	○	イマジカロボットホールディングス	0.08477	0.162344	○
大庄	0.368506	0.401506	○	マルシェ	0.155877	0.207246	○
				エスケイジャパン	0.095935	0.141658	○
				シグマ光機	0.093466	0.112402	○
				興研	0.056721	0.11188	○
				サンゲツ	0.562175	0.590337	○
				三信電気	0.421976	0.444466	○
				加賀電子	0.039469	0.128974	○
				リンガーハット	0.302051	0.412571	○
				はせがわ	0.245884	0.313534	○
				プロルート丸光	0.043649	0.076695	○
				岡三証券グループ	0.621986	0.60713	×
				ウィルソンラーニングワールドワイド	0.107576	0.193283	○
				JKホールディングス	0.273025	0.384595	○
				ベルク	0.321463	0.362403	○

SFM との対比の結果、3FM の調整済み決定係数 (adjusted R<sup>2</sup>) が上回る事例は結果の欄に「○」とし、下回る事例は「×」としている。上回る事例は親族→親族において 17 事例中 16 事例、親族→非親族において 30 事例中 28 事例存在した。このように本稿において採用した 3FM の優位性が確認されたことにより、最良の分析ツールとして同モデルを採用したことの妥当性が示された。

#### 4. おわりに

昨今の役員をめぐるガバナンス強化の流れの中で親族→親族の経営者交代は市場から失望されるのに対し、親族→非親族の経営者交代は歓迎されることが明らかとなった。大塚家具において経営方針を巡って高級路線の創業者である父親と大衆路線の実娘が対立し、経営者交代に注目が集まった<sup>9</sup>。これと同様にファミリー企業における経営者交代は市場からの関心が高いことが伺われる。

本研究ではファミリー企業の経営者交代に対する市場の反応を観察したが、市場は経営者交代においていかなる財務的要因に着目したか明らかとなっていない。そのような投資家の着眼点を考察することで、エージェンシー問題における株主と経営者の利害を一致させるアライメント効果や逆に利害が離反するエントレンチメント効果の解明が可能となる。

具体的には経営者交代が報じられるイベント日周辺の株価騰落について CAR を被説明変数とする重回帰分析を行い、当該数値の多寡がいかなる要因によって支配されるのか別稿にて解明したい。説明変数として①ガバナンス変数として新経営者の持株比率、社外取締役比率、②コントロール変数として総資産、総資産税引前当期利益率、当座比



率、交代年度などを検討している。

#### 脚注

- <sup>1</sup> 本研究では『ファミリービジネス白書 2015 年版』に従いファミリー企業を「ファミリーが同一時期あるいは異なった時点において役員または株主のうち 2 名以上を占める企業」と定義する。「同一時期」とは例えば兄弟あるいは親子が同時に役員あるいは株主に名を連ねている状態を意味する。「異なった時点」とは例えば祖父が創業した会社を子息が継いでいる状態を意味する。株主はおおよそ持株比率 5%以上をカウントしている。
- <sup>2</sup> 反対に創業者一族が経営悪化による企業価値の低下を避けようとする場合、自己の資産を利用して企業を救済する可能性もある（プロッピング）。この場合、救済を受けた企業の少数株主は利得が生じる（Friedman et al.2003,pp1-2.）。
- <sup>3</sup> 同書は有価証券報告書・半期報告書のほか、大量保有報告書・変更報告書や社史・社名及び興信録を用いて親族の特定を試みている。
- <sup>4</sup> 非親族→非親族の区分は平取締役や株主にファミリーメンバーが存在するが旧・新経営者共に非ファミリーメンバーが就いている交代パターンであり、同族経営色は薄いが一応はファミリー企業の一つとして本研究では捉えている。
- <sup>5</sup> この関係式は Fama and French(2012)によって提唱されている。 $Rf_t$ 、 $SMB_t$ 、 $HML_t$ のデータは日経メディアマーケティング社・金融工学部 NPM グループの提供する「日本上場株式 久保田・竹原 Fama-French 関連データ」の金融業を加味したデータに依っている。
- <sup>6</sup> 具体的には決定係数が高くなる効果が認められる（Campbel et al. 1997）。
- <sup>7</sup>  $\theta$  については山崎・井上（2005）、J2 については Campbel et al. (1997)によって採用されている。 $\theta$  が各日における異常値を検定するのに対し、J2 が累積値によって異常値を検定する点に違いがある。
- <sup>8</sup> ファミリー企業において創業者の子孫が CEO の職に就いたとしても市場評価は変わらないが、外部から招聘された CEO は高い市場評価を得るとする Anderson and Reeb(2003,p.1324)や創業者の子孫に世襲された企業の株価は非ファミリー企業よりも割り引かれているとする齋藤（2008,p.162）による所見とも整合的な結果である。
- <sup>9</sup> 平成 27 年 2 月 26 日 日本経済新聞 朝刊 2 頁

#### 参考文献

- Anderson, R. C., & Reeb, D. M., 2003. Founding - family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. The journal of finance, 58(3), 1301-1328.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. 1985. Using daily stock returns: The case of event studies. Journal of financial economics, 14(1), 3-31.
- Campbel, J., Lo, A. and A.C. MacKinlay., 1997. The Econometrics of Financial Markets, Princeton University Press.（祝迫得夫ほか訳『ファイナンスのための計量分析』共立出版）
- Chandler, Alfred D., Jr., 1977. The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business.（鳥羽欽一郎・小林袈裟治訳『経営者の時代—アメリカ産業における近代企業の成立—』東洋経済新報社）
- Fama, E. F., & French, K. R., 1992. The cross - section of expected stock returns. the Journal of Finance, 47(2), 427-465.
- Friedman, E., Johnson, S., & Mitton, T.2003. Propping and tunneling. Journal of Comparative Economics, 31(4), 732-750.
- 砂川伸幸, 川北英隆, 杉浦秀徳. 2008. 日本企業のコーポレートファイナンス. 日本経済新聞出版社.
- 大沼宏・櫻田譲. 2016. 予想外の事象に直面する企業の企業評価を決定づける要因: 移転価格税制適用企業を題材にコーポレート・ガバナンスのあり方を探る. 年報経営ディスクロージャー研究, (14), 83-96.
- 乙政正太,2004.利害調整メカニズムと会計情報.森山書店.
- 金子宏,2019.租税法第 23 版.弘文堂

- 後藤俊夫,2012.ファミリービジネス ―知られざる実力と可能性― 白桃書房
- 齋藤卓爾,2008. 日本のファミリー企業.企業統治分析のフロンティア.日本評論社.,142-164
- 櫻田譲,2018.税務行動分析.北海道大学出版会.
- 首藤昭信,2000.コーポレート・ガバナンスと会計利益: 経営者交代と企業業績に関する実証研究.千里山商学, 52, 83-123.
- 田中亘,2015.取締役会の監督機能の強化―コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを中心に.論点詳解 平成 26 年改正会社法.商事法務.
- 柳田具孝. 2016. 会計参与の法的責任に関する裁判事例からの規範的考察: 税理士に対する損害賠償請求事例を中心として. 日税研究賞入選論文集, 39, 13-46.
- 柳田具孝.2018. ファミリー企業における経営者交代の決定要因. Discussion Paper, Series B, 163, 1-14.
- 山崎福寿・井上綾子,2005.特許法 35 条と職務発明制度についての理論と実証 報奨をめぐる判決・和解と制度改定のイベント・スタディ Discussion Paper